

2017年06月09日

葛洲坝 (600068.SH)

国内外市场共同发力，为业绩增长增添强劲动力

■**事项**：公司近日公告：1) 与尼泊尔能源部签署了《关于尼泊尔 Budhi Gandaki 水电站的谅解备忘录》，双方同意以 EPC+F 模式对项目进行开发，项目预算约为 25 亿美元，折合人民币约 170 亿元。2) 公司与广西壮族自治区人民政府签订了《战略合作框架协议》，合作规模预计达到 1000 亿元人民币。

■**签署 170 亿元尼泊尔水电站项目备忘录，海外重大水电项目再下一城**：根据公司公告，尼泊尔 Budhi Gandaki 水电站项目装机容量 1200MW，预算约为 25 亿美元（折合人民币约 170 亿元，以美元汇率 1:6.80 计算）。主要工作内容包括混凝土双曲拱坝（最高 263 米）、引水隧洞（6 条长度 700 米左右）、溢洪道、地面厂房、调压井、尾水坝及交通洞等，建设工期 78 个月。实施模式为 EPC+F，公司将与尼泊尔能源部就技术和融资方案进行协商并由尼泊尔能源部从中国金融机构进行融资。公司作为国内两大水利水电工程承包商巨头之一，承接了大量国内外水利水电重大工程，我们根据公司公告统计，2014-2016 年公司合计新签国内外水利电力项目合同额约 1400 亿元。此次项目所使用的 EPC+F 模式也契合“一带一路”项目融资特点，已形成成熟体系。

■**海外业务占比及增速突出，充分受益于“一带一路”战略推进**：公司 2016 年海外项目新签合同 705.62 亿元（同比+1.51%），占整体新签合同额比例 33.03%；2017Q1 海外新签合同 273.1 亿元（同比+147.35%），占整体新签合同额比例 39.57%。根据我们的统计，公司 2014-2016 年海外新签合同额 CAGR 达到 11.45%，占整体新签合同额比例平均达到 37.50%；公司 2014-2016 年海外市场收入 CAGR 达到 12.74%，占整体营业收入比例平均达到 19.28%，均位于大型建筑央企前列。据 2016 年报显示，公司在全球 99 个国家设立分支机构，覆盖 142 个国家和地区，其中在“一带一路”沿线国家设立 33 个分支机构，辐射 57 个国家别市场，在美国《工程新闻记录》(ENR) 发布的 2016 年度“250 家国际承包商”和“250 家全球承包商”排行榜中名列第 45 位和 31 位。

■**PPP 项目规模及优势突出，充裕订单带来强劲业绩增长动能**：经过 2 年的 PPP 项目实操，公司已经构建了较完整的 PPP 项目运作体系，设计了一整套 PPP 业务规则、流程和模式，形成了较强的资源整合、项目投融资、商业模式设计及风险管控能力。根据 2016 年报及 2017 年 1-3 月新签合同情况显示，公司 2016 年全年新签 19 个 PPP 项目，总金

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**14.10 元**

股价 (2017-06-08) **10.87 元**

交易数据

总市值(百万元)	50,053.93
流通市值(百万元)	28,863.43
总股本(百万股)	4,604.78
流通股本(百万股)	2,655.33
12 个月价格区间	5.70/13.37 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.59	4.95	74.41
绝对收益	0.74	2.16	82.03

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

- 葛洲坝：Q1 营收大幅增加，海外及 PPP 业务增长强劲/苏多永 2017-05-01
- 葛洲坝：业绩斐然，多业并举，PPP 及“一带一路”助推持续增长/张龙 2017-03-30
- 葛洲坝：地产与 PPP 驱动 Q3 业绩加速增长，持续外延并购推动环保业务跨越式发展/夏天 2016-10-31
- 葛洲坝：环保业务表现强劲，PPP 施工及房地产下半年有望发力促业绩加速/夏天 2016-08-31
- 葛洲坝：框架落地斩获百亿订单，PPP 驱动业绩快速增长/夏天 2016-06-14

额 719.26 亿元，占国内新签合同额的 50.28%；2017 年 1-3 月新签 PPP 项目 333.96 亿元，占国内新签合同额的 80.08%，PPP 项目已成为公司国内工程最主要的组成部分。我们估算公司当前在手 PPP 项目在施剩余合同额约为 1200 亿元，我们预计 2017-2018 年将进入 PPP 订单建设及施工结算高峰期，将为公司工程施工主业带来强劲的增长动能。

■ **深化央地合作，重量级战略合作协议奠定公司在多省市发展基础：**

此次公司与广西壮族自治区政府签订合作规模约 1000 亿元战略合作协议，是公司继 4 月 11 日与四川省政府签署投资规模 2000 亿元以上战略合作协议以来，今年又一次与地方政府签署重量级全面合作协议。自 2015 年以来，公司已分别与湖北省、贵州省、云南省、广西玉林市政府及南京市江北新区、六合区政府等签署战略合作协议，就上述省市地区的轨道交通、水利水电、公路、环保、市政基础设施、特色城镇等领域 PPP 项目进行投资建设合作。我们统计公司公告的上述各项战略合作协议总规模已达到 6000-6500 亿元，为后续公司在上述省市地区发展 PPP 项目奠定了坚实的基础。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 22.4%、24.9%、23.0%，净利润增速分别为 27.1%、23.4%、22.5%，对应 EPS 分别为 0.94、1.16、1.42 元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 14.1 元，相当于 2017 年 15 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	82,274.9	100,254.2	122,661.0	153,142.2	188,391.8
净利润	2,683.1	3,395.3	4,315.1	5,327.0	6,527.9
每股收益(元)	0.58	0.74	0.94	1.16	1.42
每股净资产(元)	4.40	8.37	5.40	6.37	7.59
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	20.4	16.1	12.7	10.3	8.4
市净率(倍)	2.7	1.4	2.2	1.9	1.6
净利润率	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
净资产收益率	13.3%	8.8%	17.4%	18.1%	18.7%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
ROIC	11.2%	11.9%	9.9%	14.1%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,274.9	100,254.2	122,661.0	153,142.2	188,391.8	成长性					
减:营业成本	70,744.8	87,167.2	106,469.7	132,651.8	163,502.8	营业收入增长率	14.9%	21.9%	22.4%	24.9%	23.0%
营业税费	1,910.8	1,210.4	1,471.9	1,837.7	2,265.3	营业利润增长率	12.8%	14.1%	42.6%	24.5%	23.9%
销售费用	680.7	1,013.2	1,287.9	1,474.2	1,898.5	净利润增长率	17.3%	26.5%	27.1%	23.4%	22.5%
管理费用	3,797.9	4,390.2	5,461.4	6,864.6	8,360.8	EBITDA 增长率	10.2%	17.9%	18.6%	23.0%	17.1%
财务费用	1,402.0	2,098.1	1,779.4	2,433.2	2,550.2	EBIT 增长率	11.8%	23.4%	24.4%	27.1%	19.5%
资产减值损失	13.8	-0.4	10.0	7.8	5.8	NOPLAT 增长率	15.1%	24.9%	23.7%	27.1%	19.5%
加:公允价值变动收益	-41.6	-5.4	73.8	-28.0	-5.9	投资资本增长率	17.4%	48.3%	-10.6%	34.8%	-1.9%
投资和汇兑收益	312.7	191.3	250.8	251.6	231.2	净资产增长率	6.8%	74.1%	-25.3%	16.7%	17.8%
营业利润	3,996.0	4,561.3	6,505.1	8,096.4	10,033.5	利润率					
加:营业外净收支	402.5	1,111.6	625.8	713.3	816.9	毛利率	14.0%	13.1%	13.2%	13.4%	13.2%
利润总额	4,398.5	5,672.9	7,130.9	8,809.6	10,850.4	营业利润率	4.9%	4.5%	5.3%	5.3%	5.3%
减:所得税	967.2	1,194.0	1,533.1	1,894.1	2,332.8	净利润率	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
净利润	2,683.1	3,395.3	4,315.1	5,327.0	6,527.9	EBITDA/营业收入	8.5%	8.2%	7.9%	7.8%	7.5%
						EBIT/营业收入	6.6%	6.6%	6.8%	6.9%	6.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	51	46	39	29	21
						流动资产周转天数	58	86	83	85	91
						流动营业资本周转天数	311	323	315	304	297
						应收账款周转天数	71	59	68	66	64
						存货周转天数	121	121	124	122	123
						总资产周转天数	509	501	464	422	389
						投资资本周转天数	179	197	182	162	150
						投资回报率					
						ROE	13.3%	8.8%	17.4%	18.1%	18.7%
						ROA	2.7%	3.0%	3.4%	3.6%	4.0%
						ROIC	11.2%	11.9%	9.9%	14.1%	12.5%
						费用率					
						销售费用率	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
						管理费用率	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
						财务费用率	1.7%	2.1%	1.5%	1.6%	1.4%
						三费/营业收入	7.1%	7.5%	7.0%	7.0%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	78.0%	67.6%	77.8%	78.0%	76.5%
						负债权益比	354.2%	209.0%	350.9%	354.6%	325.0%
						流动比率	1.14	1.69	1.10	1.25	1.24
						速动比率	0.73	1.04	0.66	0.75	0.72
						利息保障倍数	3.85	3.17	4.66	4.33	4.93
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	-	0.14	0.17	0.21
						分红比率	30.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
						股息收益率	1.5%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,431.3	4,478.9	4,315.1	5,327.0	6,527.9	EPS(元)	0.58	0.74	0.94	1.16	1.42
加:折旧和摊销	1,671.2	1,686.8	1,458.5	1,458.5	1,458.5	BVPS(元)	4.40	8.37	5.40	6.37	7.59
资产减值准备	13.8	-0.4	-	-	-	PE(X)	20.4	16.1	12.7	10.3	8.4
公允价值变动损失	41.6	5.4	73.8	-28.0	-5.9	PB(X)	2.7	1.4	2.2	1.9	1.6
财务费用	1,504.4	2,053.5	1,779.4	2,433.2	2,550.2	P/FCF	5.7	-3.2	2.6	-23.1	15.1
投资损失	-312.7	-191.3	-250.8	-251.6	-231.2	P/S	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	748.2	1,083.6	1,282.6	1,588.6	1,989.7	EV/EBITDA	8.6	8.5	9.1	8.7	6.9
营运资金的变动	-6,560.0	-16,433.0	4,032.5	-21,858.3	677.3	CAGR(%)	26.3%	23.9%	23.7%	26.3%	23.9%
经营活动产生现金流量	-4,749.5	-3,428.5	12,691.2	-11,330.5	12,966.6	PEG	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-4,971.8	-1,275.8	307.0	305.1	176.8	ROIC/WACC	1.6	1.7	1.4	2.0	1.8
融资活动产生现金流量	16,271.4	8,614.1	-9,890.4	9,464.6	-7,855.9	REP	0.8	0.6	1.1	0.6	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏多永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034